「差異」について考える

調査第二部副部長　　渡部　喜智

過去 20 年足らずの間に、資本主義とマルクス主義という１９世紀的なイデオロギーの対立軸が完全に崩壊するとともに、市場主義が世界の隅々にまで浸透し市場が地球規模で統合されていくグローバル市場経済の動きが強まった。

そのような中で、世界は、イスラムと非イスラムを中心的な対立軸とする異なる文化的枠組みの間の緊張に改めて直面している。イデオロギーに代わり、文化的枠組みが個々人の実存にとどまらず国家社会の性格までも規定する重要な要素であることが認識され、その文化的枠組みの「差異」の相克が人類にとって抜き差しならない課題となっている。それはサミュエル・ハンチントン的に言えば、「文明の衝突」という言い方になるだろう。

その一方で、情報通信技術の進歩を受けた高度情報化社会の進展に伴い、利潤を生み出す「差異」の性質の変化が鮮明になっていることが指摘される。

岩井克人東大教授は、「二十一世紀の資本主義論」（筑摩書房・ちくま文芸文庫）において、高度情報化社会は、生産物が持つ実体的な利用価値が利潤を生むのではなく、差異そのものを売ることが利潤を作り出す「情報の商品化」の時代の到来であると、論じている。そこでは、消費の効用の評価も、五感に通じて得られる実体的な価値の大きさ、たとえば、「うまい、心地よい、便利だ、楽だ」などの基準から離れ、それに代わって、他者とは違うという感覚を覚醒させる「差異化された情報」の価値が、モノの値段を決める重要な要素となっている。

決してマーケッティングや広告の技術を否定するものではないが、問題は、情報の差異化が目的化し、「変化」の過剰な演出が人々を駆り立て、生産物の実体的価値からあまりにも離れたところでモノの価値が金銭的にはかられることである。

翻って、農林水産業の生産物の価値評価をいかに高めて行くか、という次元で考えれば、情報発信の重心を一段低くし、地域主義に根ざした情報発信とマーケッティングにもう少し力を注ぐことが必要になっているのではなかろうか。

すなわち、より生産現場に近いところの情報を収集し、消費者に伝えていくことが大切だ。たとえば、原材料の偽装表示や外国産農林水産物の汚染疑惑のなかで、消費者は農林水産生産物の生産プロセスの安全情報を希求している。消費者は栄養素に還元される単なるモノの価値以上の、安全性や味わいといったものにより大きな価値を認め、それに応じた金銭的評価を与えるようになっている。マス・マーケットでの需要喚起を念頭に置いたイメージ広告的な情報発信だけでは、消費者の情報ニーズとの乖離は広がるばかりのような気がする

情勢判断

国内経済金融

経済・金融情勢見極めに時間が必要、利上げは年内見送りへ

～ただし、国内景気・物価情勢は緩やかながらも改善すると予想～

南　武志

要旨

4～6 月期の法人企業統計季報で設備投資額が大幅減となったことを受けて、前期比+0.1%と辛うじてプラスだった経済成長率は一転、3 四半期ぶりのマイナスへと下方修正された。先行きについても、サブプライム問題の震源である米国経済を中心に世界経済に対する不透明感が高まっており、07 年度下期以降の輸出主導による景気再加速シナリオはやや抑えられたものになる可能性が高い。物価も今しばらくは小幅ながらも前年比下落状態が続く見込みである。07 年度上期中の追加利上げが見送られた金融政策であるが、利上げ判断には世界的な金融市場混乱の沈静化に加え、米サブプライム問題が実体経済に与える悪影響は限定的であることを確認する必要性が出てきており、早くとも 08 年 1～3 月期まで先送りされる可能性が高い。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月		2007年 9月(実績)	2007年 12月(予想)	2008年 3月(予想)	2008年 6月(予想)	2008年 9月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.520	0.50	0.75	0.75	1.00
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.840	0.80～0.95	0.85～1.10	0.95～1.15	1.10～1.30
短期プライムレート	(%)	1.875	1.875	1.875	2.125	2.125
新発10年国債利回り	(%)	1.680	1.50～1.80	1.70～2.00	1.80～2.10	1.85～2.15
為替レート 対ドル	(円/ドル)	105.0	110～120	107～117	105～115	105～115
為替レート 対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	162.0	155～165	153～163	150～160	150～160
日経平均株価	(円)	16,312	17,500±1,000	18,000±1,000	18,250±1,000	18,500±1,000

(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成
(注) 無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物は誘導水準。実績は2007年9月21日時点。

国内景気：現状・展望

9 月 3 日に発表された 4～6 月期の法人企業統計季報によれば、全規模・全産業ベースの設備投資額（ソフトウェア投資を含む）は前年比▲4.9%の減少となった。法季では例年 4～6 月期に調査対象企業の入れ替えが行われるが、今回の改定では 06 年度中は均すと前期比+2.2%のペースで増加が見られた総資産が、一転して同▲4.4%と大きく減少するなど、サンプル替えの影響は無視し得ない。一方で、不動産業・リース業など、相対的に金利に対して敏感と見られる業種での減少が目立つなど、06 年 3 月に転換された金融政策の影響が出ている可能性も否定できない。

この法季を受けて、4～6 月期の実質経済成長率の第 2 次速報（以下、2 次 QE ）が 9 月 10 日に発表された。1 次 QE では、民間消費や輸出は減速したものの、民間企業設備投資が伸び率を高めたこともあり、前期比年率+0.5%とプラスを確保していた。しかし、2 次 QE では民間企業設備投資が大幅下方修正され（前期比▲1.2%の 2 四半期連続のマイナス）、全体の成長率も 3 四半期ぶ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

りのマイナス成長（同年率▲1.2%）へ引き下げられた。

先行きの注目は、民間企業設備投資がこのまま調整局面を続けるのか、それとも持ち直しが見られるのか、という点である。ただし、「短観」などビジネスサーベイでの設備投資計画調査が堅調であることや、先行指標である7～9月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）が3四半期ぶりに前期比プラスになることがほぼ確実であることなどを考慮すれば、徐々に持ち直していく可能性が高いものと思われる。

また、国内景気の牽引役として期待される輸出動向については、米サブプライム問題などによって成長減速傾向である米国やEU向け輸出にやや低調さが残る可能性はあるが、中国などアジア経済の自律性の強まりから、新興国向け輸出は底堅く推移する可能性は高い。

以上を踏まえれば、経済成長率は、7～9月期以降は再び高まっていくものと思われる。米サブプライム問題の実体経済への悪影響が懸念されるが、インフレ懸念に留意しながらも各国中央銀行が景気配慮姿勢を強めていることもあり、今後も対応を誤らなければ実体経済への影響度は限定的なものに留まると想定している。国内需要に力強さが欠ける日本経済であるが、輸出環境が底堅く推移すれば、徐々に回復力が備わっていくものと思われる。

当総研では、冒頭で紹介した4～6月期第2次QEの発表を受けて、8月に公表した日本経済見通しの下方改定を行った。従来から想定していた「07年度下期以降は輸出増勢が強まり、それに伴って日本の景気回復力も強まる。08年度にかけても景気拡大が持続する。」との見方は基本的には変更しないが、その勢い自体はやや抑えられたものになると予想する（詳細については後掲「2007～08年度経済見通し（2次QE後の改訂）」を参照のこと）。

一方、物価面では、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）が2月以降、半年に渡って前年比下落が続いている。ガソリンなど石油製品、航空運賃、外国パック旅行のほか、食料品や外食サービス、タクシー料金などが既に値上げされているものの、前述の通り、マクロ的な需給改善ペースの鈍さからベース部分の「食料（酒類を除く）・エネルギーを除く総合」が小幅ながらも下落幅を拡大させるなど、デフレ脱却は未だに実現できていない。ただし、国際原油市況の高騰を受けて、当面はガソリン価格が高止まる可能性が高いこともあり、11月以降、コアCPI上昇率は再び水面上に浮上するものと思われる。

金融政策の動向・見通し

米FRBが金融政策の軸足をプルーデンス

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

政策（金融システム安定化）からマネタリー政策（景気配慮）へとシフトさせつつある中、日本銀行の政策判断に注目が集まっている。8 月に続き、9 月の金融政策決定会合でも利上げ判断は見送られることとなったが、福井総裁は経済・物価情勢は 4 月に公表した展望レポートに概ね沿って動いており、今後もそれに沿って動いていくならば金利調整が必要になるとの見解を示すなど、利上げ時期を模索する動きは今なお続けているものと推察される。

(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより農中総研作成

では、利上げが可能になる条件とはいかなるものであろうか。国内経済・物価情勢が明確に改善し、先行きもそれが続くという蓋然性が強い状況であることは言うまでもないが、8 月の利上げ見送りの理由として挙げられた「世界的な金融市場の混乱」が沈静化することも必要であろう。更には、米サブプライム問題が米個人消費などへ与える悪影響が限定的であることがしっかりと見極められなければならないと思われる。

米サブプライム問題の震源である住宅市場の調整は 07 年末もしくは 08 年初頭までは続く可能性があり、調整終了の目処が立つまでは利上げ判断は困難であろう。その結果、第 3 次の利上げ時期は 08 年 1～3 月期まで後ズレするものと予想する。

市場動向：現状・見通し・注目点

①債券市場

8 月中旬以降、米サブプライム問題の拡大に伴い、海外市場で「質への逃避」によって長期金利が低下したが、その流れの一環として日本の長期金利（新発 10 年物国債利回り）も一旦織り込んだ 0.25%の追加利上げとその後の利上げペースの加速を、剥落させる格好で急速な低下が見られた。9 月 10 日には、一時量的緩和政策解除前の 06 年 2 月以来となる 1.5%まで低下する場面も見られた。

市場では、年内の利上げは困難との見方も浮上しているが、前節で触れたように、日銀が追加利上げを模索していることには変わりはない。しかも政策金利水準は既に 0.5%に引き上げられていることを考慮すれば、1.6%台の長期金利は水準として低すぎる面があるのは否めない。今しばらくは、経済・物価情勢の明確な改善が見られない可能性もあり、低位安定状態が続くものと思われるが、中期的に長期金利が上昇することは必至であろう。なお、これまでの「行き過ぎた」金利低下の反動による金利急上昇リスクには十分注意したい。

②株式市場

8 月中旬以降に表面化した米サブプライム問題によって世界的に株価下落が強まり、日本株（日経平均株価）も一時 15,000 円台

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

前半まで下落するなど、年初来安値を更新した。その後は、様々な政策対応が打ち出されたこともあり、徐々に持ち直す動きも散見されているが、上値が重い状況は続いている。

元々、国内株式市場は外国人投資家頼みである面が強いが、海外市場に比べて割高感があったほか、低調な国内景気・物価、参院選後の政治混迷や福田新政権における「改革路線」の後退懸念、外資系投資ファンドによる M&A 案件に対する司法当局の判断など、国内株式への魅力度が低下している可能性も高い。

なお、これまで述べてきたように、足許では停滞気味に推移する企業部門、特に製造業部門も、年度下期以降に景気再加速が始まることを見込めば、現状程度の為替レート水準（1 ドル＝110 円台半ば）が継続したとしても 07 年度の企業業績が過去最高を更新する可能性は低くはない。今後の業績見通しの上方修正期待などから、株価は緩やかながらも持ち直す動きが継続するものと予想する。

③為替市場

米サブプライム問題の勃発により、8 月中旬以降、低金利通貨の円を調達し、高金利通貨で運用する、いわゆる「円キャリートレード」に伴う円ショートポジションを解消する動きが強まり、それまで全面的な円安傾向が続いてきた日本円は急騰した。なお、最近では、株価の戻りに歩調を合わせて若干円高が修正される動きも見られている。

為替市場では相変わらず「金利格差」要因への注目が支配的であると思われ、各国の金融政策の現状および先行きの方向性に対する思惑が、為替レート変動の主役であり続けるだろう。

以下、日米欧の今後の金融政策動向を見ていきたい。米国では、8 月の公定歩合の緊急利下げに続き、9 月 18 日の FOMC では政策金利の 0.5%引き下げを実施したが、市場では更なる利下げも視野に入れた動きとなっている。日本では、前述のとおり、年内の利上げ観測は後退しているが、日銀は依然として追加利上げ意欲を見せている。一方、9 月利上げが濃厚であった欧州中央銀行（ECB）では、米サブプライム問題によって当面の利上げが困難になったと市場は受け止めている。

以上を考慮すれば、対米ドル・レートはしばらく 115 円/ドル前後で推移した後、日米金利差が縮小する可能性を織り込みながら、徐々に円高方向にシフトしていくと予想する。一方、対ユーロでは、ECB による利上げの可能性を見極める動きが残ることから、一時的には円が弱含む可能性もあるだろう。　　（2007.9.25 現在）

(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

国内経済金融

2007～08 年度経済見通し（2 次 QE 後の改訂）

～実質成長率は 07 年度：+1.7%、08 年度：+2.1%～

経済金融Ⅰ班

9 月 10 日に 2007 年 4～6 月期 GDP 第二次速報（2 次 QE）が発表された。これを受けて、当総研では「2007～08 年度改定経済見通し」の見直し作業を行った。

8 月に発表された 1 次 QE の内容を改めてレビューすると、1～3 月期と比較して民間企業設備投資は加速が見られたが、民間消費や輸出は減速したほか、民間住宅投資、民間在庫投資、公共事業が前期比マイナスとなったことが重なり、経済成長率は前期比+0.1%（同年率+0.5%）と、06 年度下期から大きく減速した。賃金が伸び悩み、かつ消費マインドの悪化が見られる中、輸出減速が低成長の原因となるなど、戦後最長となる景気拡大局面を辿りながらも、「生産⇒所得⇒消費」の好循環による景気拡大がなかなか進まず、依然として経済成長が輸出に依存している姿が改めて確認されたといえるだろう。

一方、今回の 2 次 QE では、1 次 QE では堅調だったはずの民間企業設備投資が法人企業統計季報のデータに基づき、大幅に下方修正され 2 四半期連続の前期比マイナスとなったことなどを主因に、経済成長率全体も前期比▲0.3%（同年率▲1.2%）へと引き下げられた。その他、民間消費も成長率の押し下げに働いた。一方、GDP デフレーターは前年比▲0.3%と、1 次 QE から修正はなかった。しかし、デフレ脱却の判断材料として注目の単位労働コスト（雇用者報酬／実質 GDP）は雇用者報酬が上方修正されたこともあって同▲1.4%（1 次 QE で

2007～08年度　日本経済見通し総括表（前年比）

	単位	2006年度（実績）	2007年度（予測）	2008年度（予測）
名目GDP	%	1.4	1.7	2.5
実質GDP	%	**2.1**	**1.7**	**2.1**
民間需要	%	2.1	1.6	2.4
民間最終消費支出	%	0.7	1.9	1.6
民間住宅	%	0.4	▲ 4.6	▲ 1.5
民間企業設備	%	8.0	1.8	5.9
公的需要	%	▲ 1.3	0.0	0.5
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	1.0
公的固定資本形成	%	▲ 9.6	▲ 3.3	▲ 1.6
輸出	%	8.2	6.4	6.0
輸入	%	3.3	3.0	5.9
内需寄与度	%	1.3	1.2	1.9
民間需要寄与度	%	1.6	1.2	1.8
公的需要寄与度	%	▲ 0.3	0.0	0.1
外需寄与度	%	0.8	0.6	0.3
GDPデフレーター	%	▲ 0.6	▲ 0.0	0.3
鉱工業生産	%	4.7	2.4	4.0
国内企業物価	%	2.8	2.1	1.5
全国消費者物価	%	0.1	0.0	0.5
完全失業率	%	4.1	3.8	3.6
住宅着工戸数	千戸	1,285	1,240	1,230
為替レート	円/ドル	116.9	115.1	110.0
無担保コールレート（O/N）	%	0.22	0.56	1.00
長期金利（10年国債利回り）	%	1.8	1.8	2.1
通関輸入原油価格	ドル/バレル	63.6	67.8	68.8

（注）実績値は内閣府「国民所得速報」など。
全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

は同▲2.1%）へと上方修正されたが、依然として労働コストは抑制されており、デフレからの完全脱却までにはまだ時間がかかるものと思われる。

以上のような内容となった2次QEを受けての景気・物価情勢を展望してみよう。前述の通り、日本経済は依然として輸出依存度が高い経済成長を続けており、今後の景気展開にとっても世界経済動向が鍵を握っている。世界的な金融市場の混乱の震源地となっている米国住宅市場動向については、07 年末から 08 年初頭にかけても調整局面が続く可能性が高い。ただし、これが米個人消費などへの悪影響は限定的なものに留まるものと見ており、米国経済がリセッション入り（2四半期連続でのマイナス成長）をもたらすほど深刻な事態になるとは予想しないが、日本の輸出は米国向けを中心に伸び悩むことが見込まれる。EU 経済も 08 年にかけて減速する可能性が高いだろう。一方で、中国など東アジア向けや新興国向けの輸出は引き続き底堅く推移すると思われるが、当初予想していた年度下期以降の「輸出増勢の強まりによる成長率再加速シナリオ」はやや抑制されたものになるものと思われる。

また、民間企業設備投資は 2 四半期連続のマイナスとなるなど頭打ちの様相を強める格好となったが、これまで公表されている各調査機関による 07 年度設備投資計画調査からは、企業の設備投資意欲が大きく減退している様子は窺えない。また、競争力強化や新製品開発を主眼とした投資が主となっており、米国経済の減速観測の中でも設備投資の延期・中止も小規模に留まると考える。ただし、中小企業を中心に資金需要が低調な状態となっていること、機械受注が過去 1 年間に渡って調整する局面が継続していること、先行きの世界経済の不透明感の強まり、などもあり、しばらくは減速した状態が続く可能性は高いだろう。

更に、民間消費も実質雇用者報酬の前年比増加率が+1%未満にまで減速するなど、家計所得の伸びがそれほど高いわけではなく、景気牽引役としては力不足である。

以上を踏まえて、当総研が 8 月に公表した「2007～08 年度改定経済見通し」を小幅ながら下方修正を行うこととする。07 年度の経済成長率は実質：+1.7%、名目：+1.7%（前回は実質：+2.1%、名目：+2.1%）といずれも下方修正する。一方、GDP デフレーターは▲0.0%（前回は同 0.0%）と僅かに下方修正した。金融政策に関しては、日本銀行は引き続き利上げ意欲は強いと思われるが、金融市場の混乱の沈静化に加え、実体経済への悪影響の度合いについて見極める必要性が浮上していることから、07 年内の利上げは見送り、市場動向を注視しながら 08 年 1～3 月期にずれ込むものとした。

また、08 年度も、実質成長率は+2.1%、名目成長率は+2.5%（前回は実質：+2.5%、名目+2.8%）へ下方修正する。基本的に輸出依存度の高い景気展開が継続すると見るが、一方で失業率が 3%台半ばに向けて緩やかに低下するなど、マクロ的な需給バランスが改善を続ける結果、賃金や物価も若干ながらも上昇率を高めていく姿も同時に強まるだろう。この結果、「企業部門から家計部門への波及」も徐々に進展し、民間消費にも底堅さが備わってくるものと思われる。こうした中、日銀も利上げ時期を模索する動きを継続するものと思われる。

 ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

海外経済金融

年末にかけ追加利下げの可能性

渡部　喜智

要　旨

8月非農業部門雇用者数の3年ぶりの減少など、「サブプライム問題」が実体経済へ影響を及ぼし始めたことを受け、FRBは9月18日のFOMCでフェデラルファンドレート誘導目標を0.5%引き下げる決定を行った。FOMC声明文では、米国経済の不確実性が高まっているという状況認識を示し、成長減速の兆候が強まれば、追加利下げ実施の姿勢を明らかにしている。インフレ・リスクが顕在化しない限り、当面は利下げ方向の動きが続こう。

消費を基軸とする成長力低下への懸念

9月18日の連邦公開市場委員会(FOMC)では、市場参加者の期待どおり、投票メンバー全員一致で政策金利であるフェデラル・ファンドレート（以下ＦＦレート）の誘導目標を0.5%引き下げる（5.25%⇒4.75%）決定を行った。

FOMC声明文では、「信用逼迫が住宅市場の調整を強め、成長の制約条件となる懸念」を表明し、「利下げが広範な経済へのマイナス効果を先行して抑えることを意図している」と説明している。また、「先行きの不確実性が高まっていることから、引き続き利下げの効果と先行きの変化を注視し、物価の安定と持続的成長の維持のために必要な行動を取る」と明記し、追加利下げ実施の可能性を示した。

これに先立ち7日発表の8月の非農業部門雇用者は、04年8月以来の前月比減少（▲4千人）に転じた。直接的減少要因は製造業や建設業、鉱業などの製品生産部門と政府サービス部門の雇用者減少だが、非農業部門雇用者（138百万人）の3分の2を占める民間サービス部門の雇用者増勢の鈍化も明確になった（図1）。

図1　米国・非農業部門雇用者の動向（前月差）

Bloomberg（米労働省）データから農中総研作成

金融市場では利下げ期待が一段と増し、政策金利であるフェデラル・ファンドレート（以下ＦＦレート）先物から計算される利回りは、0.5%の利下げを織り込んでいた。

サブプライム・ローン問題に伴う金融市場の動揺に加え、雇用の停滞から消費を基軸とする米国経済の成長力の低下懸念が強まり、金融市場で大幅利下げの期待が高まっていたことを考慮すれば、0.5%の利下げは金融市場に安心感を与える上で必要な決定だったと考えられる。

住宅市場の調整は当分続く可能性

前述のように大幅な利下げとなったが、その効果が住宅需要の回復の即効薬となることは期待薄であり、住宅市場の調整はしばらく続き深まる可能性がある。

10兆ドルの個人住宅ローンの15%近くを占めるサブプライム・ローンの延滞率が変動金利型のみならず、固定金利型でも上昇。全米モーゲージ銀行協会のサーベイ・データによれば、07年6月末のサブプライム・ローン延滞率は14.8%へ上昇、う

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ち変動金利型は 17%（16.95%）、固定金利型も05年後半には9%を割れていたのが11%に上昇している。

これらの延滞率上昇は、金利上昇による負担増加のみならず、サブプライム・ローンの商品性の特徴である元金返済の猶予が経過し、サブプライム・ローン借入者の元利金の返済負担が急速に過重となってきていることを示している。借換え対応は進行しているが、延滞率がさらに上昇する可能性は大きい。また、証券化をベースとする米国の住宅金融も資金調達難が続く公算が大きく、住宅市場の回復の足かせとなることが懸念される。

住宅建設業者に対し景況感を聞いた NAHB 全米住宅市場指数（全体指数）は悪化をたどり、調査以来の最低水準（91年1月：20と同じ）へ低下している。住宅着工件数の先行指標である住宅建築許可件数も減少が続いており、8 月は130万戸割れ寸前(130.7万戸)となった(図2)。

今後、金利低下に伴い住宅取得能力指数の上昇は予想されるものの、空室率の上昇、売却物件の増加なども生じており、住宅価格の先安感から買いが手控えられることも考えられる。以上のような状況からすれば、住宅建築や住宅販売の底入れ感は少なくとも今年末までは出にくい。住宅市場の調整に一定の安心感が出て来るのは年明け以降となるだろう。

インフレリスク注視しつつ年内追加利下げへ

雇用環境が下向きになっていることは間違いないが、サブプライム問題に伴う住宅市場の調整の雇用など実体経済への悪影響が表面化するとすれば、これからである。

住宅建築の減少によって直接に影響を受ける建設業の雇用者は昨年ピークに比べすでに約 10 万人減少しているが、金融業や不動産の雇用者減少は現状生じていない。これらの業種では人員削減が発表されており、先行き雇用減少が予想される。

一方、前述の FOMC 声明文では、食料品とエネルギーを除くコア・インフレ指標は緩和に向かっているものの、依然インフレ・リスクが残ることを指摘している。しかし、ＦＲＢが重視する個人消費支出（ＰＣＥ）コア・デフレーターは過去数ヶ月で前月比上昇率 1.5%前後の水準に低下している（図 3）。今後の雇用悪化の進展度合いにもよるが、金融当局はインフレの状況を注視しながら、景気失速を予防する観点から追加利下げの余地を探る展開を予想する。

株式相場にとって、利下げは先行きの景気と投資コスト低下という両面から支えるカンフル剤となった。9 月の業績下方修正（社数ベース）5 割を超えたが、海外業績の好調もあり腰折れという状況ではない。年末にかけてクリスマス商戦の進捗状況が消費の減速を鮮明にしないならば、金利低下のもと、来年の軟着陸シナリオに基づく上値を追う動きが予想されよう。

（07.09.25）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

今月の情勢　～経済･金融の動向～

原油市況

原油市況（ＷＴＩ期近、終値）は、米国の原油在庫減少、北海油田のパイプライン停止、各国製油所の相次ぐ閉鎖･停止によるガソリン需給の逼迫懸念などから7月31日に78.21ﾄﾞﾙ/バレルと過去最高値をつけた後、8月以降はサブプライム問題に伴う景気不透明感などから70ﾄﾞﾙ割れにまで下落。しかし9月に入り、OPECは増産を決定したものの、ハリケーン到来シーズンを迎え、米ガソリン在庫が2年ぶりの低水準に減少したことなどから史上最高値となる80ﾄﾞﾙの大台に乗せた。当面は世界景気の先行きを見定める動きとなろうが、OPEC による高値維持スタンスのほか、新興国の高成長による原油需要増加を背景に、原油価格の高止まりが予想される。

米国経済

米国の07年4～6月期の実質GDP成長率（改定値）は前期比年率+4.0%と、速報値の同+3.4%から上方修正された。米政策当局は、サブプライム問題に伴う信用収縮への対応姿勢を示すため8月17日に公定歩合の緊急引き下げ（6.25%⇒5.75%）を実施したほか、景気悪化リスクが高まっているとの認識のもと、9月18日には政策金利（FF金利）を0.5%引き下げ4.75%とすることを決定した。米長期金利は、金融市場の混乱を避け安全資産に資金をシフトする「質への逃避」が強まり、9月初旬には4.4%割れに低下したが、足元では小幅上昇して推移している。なお､8月末に米大統領がＦＨＡ（連邦住宅局）の信用保証を拡大する等の対策を発表したものの、住宅市場の調整は長期化する様相を見せている。

国内経済

わが国の07年4～6月期の実質GDP成長率（第2次速報）は前期比▲0.3%（同年率▲1.2%）と第1次速報の同＋0.1%　（同年率＋0.5%）から下方修正された。特に民間企業設備は前期比▲1.2%と第1次速報（同+1.2%）から大幅に下方修正されたが、これは4～6月期の法人企業統計の設備投資（ソフトウェアを除く、全産業）が前期比▲10.2%となったことを反映した結果である。一方、7月の鉱工業生産は前月比▲0.4%と2ヶ月ぶりのマイナス。7月は新潟県中越沖地震に伴う減産が撹乱要因として働いた。引き続き、電子部品・デバイス工業の在庫水準は高いものの、生産は回復傾向にある。設備投資は、先行指標となる7月の機械受注（船舶・電力を除く民需）が前月比+17.0%と、6月（同▲10.4%）から回復。7～9月期は前期比+3.7%の見通し。

金利･株価･為替

外為市場では、米利下げ後も継続利下げ観測からドルの先安感が強まり1ドル114円～116円で推移している。ユーロ･ドル相場ではユーロ史上初となる1ユーロ1.4ドル台に乗せた。一方、日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りは米長期金利の低下もあり一時1.6%割れに低下した。日経平均株価は7月下旬以降の世界的な株安から8月17日には1万6,000円割れとなったが、米利下げ後は持ち直して推移している。

政府･日銀の景況判断

政府は9月の「月例経済報告」で、米経済の減速懸念など先行きの不安要因があるものの、景気判断を「回復している」と据え置いた。ただし設備投資の判断を2年半ぶりに下方修正した。一方、日銀は9月の景況判断を「緩やかに拡大」と据え置き。先行きについても「緩やかな拡大を続けるとみられる」と、前月の判断を踏襲している。(07.9.21現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

内外の経済金融データ

（詳しくは、ホームページ-トピックス-〔今月の経済・金融情勢〕http://www.nochuri.co.jp へ）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

今月の焦点

国内経済金融

伊達信用金庫の多重債務問題への対応

古江　晋也

要旨

・伊達信用金庫（以下、伊達信金と略す）が多重債務相談を開始した背景は、同信金の主たる営業エリアである北海道南西部で自己破産を申し立てる人々が増加してきたことにあった。現在、この取組みは伊達信金の存在意義を高める重要な社会貢献の一つとなっている。

・金融機関における多重債務問題への対応で重要なことは、負債整理融資とその後の生活再建のための融資の貸倒れを抑制するノウハウを確立することである。同信金では相談者本人の同意を得たうえで、①配偶者や家族立会いによるカウンセリング、②預金口座の動向のチェック、を実施することで貸倒れを抑制しているが、このような継続的なケアを可能にするためには顧客と「顔の見える関係」を構築する、ことも重要である。

多重債務相談を実施した動機

伊達信用金庫（以下、伊達信金と略す）が多重債務相談を開始した背景は、同信金の主たる営業エリア（図表１参照）である北海道南西部で自己破産を申し立てる人々が増加してきたことにあった。このような状況を鑑み、当時の伊達信金理事長は 1999 年の創立 50 周年事業の一環として多重債務問題への対応を発案。同問題への対応は、中期経営計画に盛り込まれることになった。

多重債務相談を実施するにあたって伊達信金は、支店長経験のある職員を専任担当者に抜擢し、融資、推進、審査などの各担当者と議論を重ねて組織体制を構築していった。しかし、伊達信金内部には、「多重債務相談は社会的意義を感じるが、業務そのものがデリケートである」という意見が少なくなかったことや、①多重債務者向け融資は不良債権化しないか、②多重債務者は自らの状況を正確に開示してくれるか、③多重債務相談の告知をどのように行うか、などの実務上の懸念事項もあった。

このように、同信金における多重債務問題への取組みは当初から順調に展開したわけではない。しかし、現在では、伊達信金の存在意義を高める重要な社会貢献事業の一つとなっている。

図表1　伊達信金の営業エリア

（出所）　伊達信金ディスクロージャー誌より。なお、伊達信金は 08 年 1 月に室蘭商工信用組合と合併を行う予定である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

相談プラザ

伊達信金の多重債務相談は、プライバシー保護の観点から各営業店では行わず、本店に隣接する相談プラザ（写真１、2）で実施している。相談プラザは、93 年に年金・法律・税務・消費者ローンの相談を目的に設置されたが、99 年に多重債務者への相談業務が付加されるようになった。

多重債務相談は、専任担当者ら 2 名で対応し、完全予約制となっている。多重債務相談の告知等は、少人数で対応しているため、行っていない。また、現在では債務整理に関する金融教育やセミナーなども行っていない。しかし、伊達信金の多重債務相談は、口コミで地域に広まっており、伊達市や他金融機関からの紹介、家族や職場から勧められて来店する相談者も多い。相談件数は年間 100 件弱。相談スタンスは、相談者にとっては最も深刻な問題であるため、時間をかけてゆっくりと対応することとしている。

写真1　だてしん相談プラザ

写真2　相談室

多重債務相談対応フロー

相談者から相談申込を受けた伊達信金は、プライバシー・ポリシーを相談者に交付し、相談を実施する（図表 2 の①・②、以下、〇内の番号は図表 2 のものである）。相談者には、相談カードに必要事項を記入してもらい、なぜ多重債務に陥ることになったのか、という原因などをヒアリングする。また、相談者が生活再建を行ううえで必要となる安定継続的な所得があるかどうかを確認するため、給与証明なども持参してもらう。

相談は本人以外にも、本人の同意を得て配偶者や家族の立会いのもとで行われる。家族等が相談に立ち会う理由は、多重債務問題の解決を図り、生活を再建するためには、家族の支援が不可欠だからであるとの判断による。担当者は、「配偶者と協力関係を築けない相談者は生活再建が困難である」と多重債務問題に家族が重要な役割を果たしていることを指摘してくれた。

しかし、多重債務者のなかには問題を「隠したい」という思いに駆られることも少なくない。そこで伊達信金では面接を 7～8 回行い、相談者との心理的な距離を縮めることとしている。ヒアリングが行われ、債務残高などが確認できれば、利息制限法の上

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

限金利を超える過払金の引き直し計算を行い、月々の生活が黒字化するように家計の見直しを行う。そして、相談者に負債整理融資による対応や自己破産や個人版民事再生などの法的対応などを提案する（③）。

同信金では、多重債務相談業務を実施するに際して、多重債務者向け負債整理融資である「ロングサポートローン」を商品化した。ロングサポートローンは安定継続した収入がある者などを条件としたプロパー融資であり、保証には連帯保証人を求め、債権ごとに保証人を選定することができることとしている（④）。

一方、生活再建を行ううえで法的手続きが必要な相談者には、弁護士や司法書士を紹介する。なお、法的手続によって債務整理が実行されると、相談者は事故情報記録に登録されるため、他金融機関等からの新規借入れが困難となる。そこで伊達信金は学資ローンなど生活再建上必要であり、使途が明確な案件についてはプロパー融資等を行うこともある（⑤）。

負債整理融資を行った後、伊達信金は本人の同意を得て預金口座の動向を見守ることとしている。これは、給与が振り込まれているか（仕事を続けているかどうか）、不審な入出金があるかどうか、などをチェックするためである。このような管理業務は融資を返済するまで担当者によって行われる。

現在では毎月 130 件程度の照会を行い、生活再建を成し遂げるまでサポートを行う。一般的に、ロングサポートローンを完済するまでに 5～8 年程度の期間を見積もっている。

本業と社会貢献

金融機関における多重債務問題への対応は、負債整理融資という本業の観点と社会問題の解決という社会貢献の観点がある。

（本業としての観点）

負債整理融資は、住宅ローンなどに比べて高い利ざやが期待できる金融商品である。しかし、負債整理融資はリスクが高いため、業務のノウハウを確立することが重要である。伊達信金では、貸倒れを防止すると同時に多重債務問題を根本的に解決するために相談者本人の同意を得たうえで、①配偶者や家族立会いによるカウンセリング、②預金口座の動向のチェック、を行っている。このような対応を実施していることもあり、現時点では負債整理融資の貸倒れはないという。

さらに伊達信金では、顧客が給料振込、年金の受け取りや公共料金の自動支払などの取引をポイントに換算し、獲得ポイントに応じて顧客に希望の商品をプレゼントす

図表2　伊達信金の多重債務者対応フローの概略図

（資料）伊達信金の各資料を基に作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

る仕組み（ポイント倶楽部）を導入している。同信金では、このポイント化に負債整理融資をも含めており、負債整理融資を通常の融資と同様の位置付けを行っている。

(社会貢献としての観点)

多重債務相談は、多重債務に悩む人々に安心感を与えるとともに、多重債務問題が原因と考えられる家庭内のトラブルや経済的理由による自殺などを未然に防ぐことができるため、地域社会に与える影響は大きい。

多重債務問題の解決はこのように本業と社会貢献の両方の側面がある。しかし、どちらの役割が大きなウェイトを占めているのか、という点については、社会環境の動向に大きな影響を受ける。伊達信金が多重債務問題に取組んだ当初は、本業である負債整理融資の実施と社会貢献としてのカウンセリングが両立しており、生活再建を果たす相談者が多かった。

しかし、最近では、地域経済の低迷を受け、失業や大幅な収入の減少といった理由から多重債務に陥る人々が増え、カウンセリング件数は増加しているが、その一方で負債整理融資の審査基準を満たす案件は減少している。このため、融資実行に至らない相談者が多くなっており、最近の多重債務問題への取組みは、社会貢献としての色彩が強くなっている。

ただし、多重債務問題から立ち直り、生活再建を実現した人のなかには、優良顧客となったり、信頼関係を強めたりするケースも見られる。

おわりに

金融機関における多重債務問題への対応で重要なことは、負債整理融資やその後の生活再建のための融資の貸倒れを抑制するノウハウを確立することである。伊達信金では本人の同意を得たうえで、①配偶者や家族立会いによるカウンセリング、②預金口座の動向のチェックを実施することで、貸倒れを抑制しているが、地域に密着した業務展開を行っていることも重要である。

同信金の主たる営業地域は、冒頭の図表１のように西胆振(にしいぶり)4 市町村（伊達市、洞爺湖町、豊浦町、壮瞥町(そうべつちょう)）であり、その地域の人口は、約 5 万 7000 人。本店から各支店までは、自動車で約 30 分以内の距離にあり、顧客と「顔の見える関係」を構築している。このような営業エリアであるからこそ、多重債務問題を抱えた人々の継続的なケアが可能となっている。

今後も多重債務に悩む人々が増加すると考えられるなか、伊達信金は積極的な対応を行う方針である。また、貸金業法の改正を踏まえ、今後の債務整理のノウハウと手法を取り入れるため、顧問弁護士との密接な提携関係を図り、更なる相談態勢の確立を目指している。

(参考資料)

・伊達信用金庫ホームページ及びディスクロージャー誌。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

今月の焦点

国内経済金融

量的緩和解除後の金融政策運営の再検討

南　武志

2006年3月に日本銀行が量的緩和政策を解除して以降、次の利上げはいつかということが、常に金融市場における話題の中心となっていた。07 年度に入ってからも、8月には第 3 次利上げが実施されるのでは、との思惑が金融市場で高まっていたが、結局のところ、米サブプライム問題によって世界的に金融市場が混乱したこともあり、年度上期中の利上げは見送りとなった。また、サブプライム問題が実体経済へ及ぼす悪影響の度合いも見定める必要があるとの見方が強く、年内の利上げは困難といった意見も強まっている。

07年度上期の景気・物価情勢は足踏み状態に近かったわけであるが、米サブプライム問題が米個人消費など実体経済への影響度は限定的との前提に立てば、年度下期には改善に向けた動きが出始めることも十分予想される。こうした中で、金融政策はどのような展開が予想されるだろうか。以下では、政策運営の枠組みを考慮しつつ、その論点を整理してみたい。

金融政策運営の枠組み

06年3月に量的緩和政策を解除して以降、日銀は『経済・物価情勢の展望（以下、展望レポート）』をベースにしたフォワードルッキング的手法（予見に基づく手法）による政策運営をしてきたとされる。

具体的には、「物価の安定」についての考え方を明確化し、それを念頭に置いた上で、①先行き1～2年の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路を辿っているかという観点から点検する（第1の柱）、②より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検する（第2の柱）、という「2つの柱」に基いた点検を踏まえた上で、当面の金融政策運営の考え方を整理し、基本的には「経済・物価情勢の展望」において定期的に公表していく、としている。

こうした手法に基づき、日銀はこれまで06年7月、07年2月と2度にわたり利上げを実施してきたが、日銀サイドの理由はいずれも「第1の柱」、つまり経済・物価情勢が想定どおり改善しており、先行きもそれが継続するとの確信が強まったので、それに応じて利上げを実施した、というものであった。

見誤ったCPIの上方バイアス

06年3月まで約5年に渡って継続された量的緩和政策は、「消費者物価上昇率（全国、生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）が安定的にゼロ％以上となるまで継続する」という強いコミットメント（公約）が付されていた。当時の2000年基準でのコアCPIは、05年10月に前年比横ばい、11月には同プラスに転じ、その後は同+0.5%へと上昇率

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

が拡大した。こうした状況を踏まえて日銀は量的緩和解除を決断したわけであるが、その後8月に行われた消費者物価の基準改定（2005年基準への移行）を踏まえれば、量的緩和政策解除時点においては、まだコアCPIは安定的な前年比プラスが確保できていなかったことが明らかとなっている（図表1）。

図表1. 消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）の推移
（資料）総務省

この背景には、日銀が2000年基準消費者物価の持っていた上方バイアスを過小評価していた可能性が指摘できる。日銀は執筆者個人の見解としながらも、基準改定による物価押し下げ効果は▲0.26%pt以下、との見方を紹介してきた（日銀レビュー05-J-14「わが国の消費者物価指数の計測誤差：いわゆる上方バイアスの現状」より）。つまり、前年比+0.5%の「糊しろ」があれば、基準改定があってもプラスは確保できるとの甘い見通しがあった可能性が高い。実際には、約▲0.5%pt ほどの押し下げ効果が発生し、コアCPI上昇率は「小幅プラス」から「ほぼゼロ」へと低下している。このように、基準時点でのウェイトを固定するラスパイレス方式で作成される消費者物価の持つ上方バイアスを過小評価していた可能性が指摘できる。

一定でない石油製品価格への評価

更に、この数年の消費者物価変動の主因となっていた石油製品価格への評価が一定でない点も指摘できる。

国際原油市況の高騰を受けて、04年半ば以降、ガソリンなど石油製品が消費者物価全体を押し上げる効果は強まった。その他、航空運賃や外国パック旅行など原油価格に敏感な財・サービス価格も上昇したこともあり、06年8月にはコアCPI は前年比+0.3%まで上昇幅が拡大するなど、物価上昇率は徐々に高まる傾向が見られた（図表2）。しかし、試算によれば、コアCPIから石油製品を更に除いたベースでは、引き

図表2. 石油製品価格と消費者物価
（資料）総務省統計より農林中金総合研究所作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

続きマイナス状態が続いていたことが見て取れる。その後、06年秋以降の原油市況の調整に合わせて、石油製品価格の物価押上げ効果は低下し、コアCPIも07年2月以降は再び前年比マイナス状態となっている。

こうした中、日銀の石油製品価格への評価は、①物価を押し上げている時と、②押し下げている時とでは、全く異なっている。①では、コアCPI上昇率が高まっていることのみを重視し、石油製品価格の上昇が一時的な現象であるかどうか、経済活動へ与える影響はあまりコメントしない（展望レポートは除く）。一方、②では、石油製品価格の下落が物価下落の主因となっていても、それが経済活動へは好影響を及ぼすことを強調することが多く、物価押し下げによってなかなか脱却できないデフレの弊害についてはコメントしない。こうした姿勢は、物価の番人としての日銀の評価を落としてしまう可能性がある。

そもそも利上げ判断の基準は適切か

冒頭では、過去2回の利上げは「第1の柱」に基づいて利上げ判断が行われたと日銀が説明していることを紹介したが、そもそもその判断基準は適切なのであろうか。

前述の通り、日銀は「物価の安定」についての考え方を明確化しているが、それは①家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況であり、概念的には計測誤差のない物価指数でみて変化率がゼロ%の状態としている。また、②日本は、元々、海外主要国に比べて過去数十年の平均的な物価上昇率が低いほか、90年代以降長期間にわたって低い物価上昇率を経験してきたため、物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率は低くなっており、そうした低い物価上昇率を前提として経済活動にかかる意思決定が行われている可能性があると指摘した。さらに、③中長期的にみて物価が安定していると9名の政策委員が理解する物価上昇率（「中長期的な物価安定の理解」）については、消費者物価指数の前年比で0～2%程度（中心値は概ね+1%前後）としている。

なお、②については、90年代後半以降のデフレ期が対象に入っており、それを含めて物価上昇率が低かったから、民間セクターの期待インフレ率も低いと結論付けることにはやや違和感もある。ただし、望ましい物価上昇率の中心値が概ね+1%前後という下では、フォワードルッキング的手法で考慮しても、1～2年先に物価上昇率が+1%程度になりそうだとの確信を得てから発動すべきであるように思われる。

実際に、2000年基準の消費者物価指数で物価判断を行った06年7月の第1次利上げはともかくとして、先行きしばらくは物価が小幅ながらも再び下落に転じるとの見通しが有力であった07年2月の第2次利上げは説明責任が十分に果たされているか、疑問視する意見も多い。例えば、各国中央銀行のための国際機関的存在である国際決済銀行（BIS）の年次報告書（BIS 77th Annual Report）によれば、第2次利上げは第二の柱に基づいて利上げした（The second move was based on the second perspective.）と評価するなど、日銀の判断基準は非常に理解しづらい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

潜在 GDP の測定誤差

潜在 GDP とは、インフレ率が加速しない程度まで国内に存在する資本ストックや労総力などの生産要素を稼動させた場合に得られる GDP 水準である。ただし、最近では、この概念に 2 通りの解釈が出てきているように思われる。①一つは、最大産出量概念をベースにしており、文字通り『物価安定下での日本経済の潜在力』を示すものである。②もう一つは、過去の平均的な稼働率や雇用率（＝1－失業率）をベースに、平均的な GDP 水準を示す考え方であり、内閣府や旧経済企画庁の経済白書・経済財政白書で長年用いられてきた概念である。日銀はかつて①の立場で潜在 GDP を計測していたが、量的緩和政策解除後は②の立場で行っているとされている。

両者の大きな違いは、①では、多くの場合 GDP ギャップは「デフレギャップ」となるが、②では「インフレギャップ」と「デフレギャップ」が交互に発生する、ということである。①でのデフレギャップ解消は物価安定下での完全雇用を意味するが、②でのデフレギャップ解消は、単に「景気の山」と「景気の谷」の中間地点ということくらいしか意味は持たない。だとすれば、②の概念でインフレギャップが発生していたとしても、それをもって「物価の安定」を誘導するための金融政策を運営することは適切ではない可能性がある。

07 年度上期中は明確な改善が見られなかった経済・物価情勢も、年度下期には徐々に改善する可能性も高い。しかし、展望レポート（07 年 4 月）でも、08 年度のコア CPI 上昇率はせいぜい前年比+0.5%程度しか見込まれておらず、+1%へ向けて上昇していく姿は見通せておらず、積極的に利上げをサポートできるほどのものではない。日銀が今後とも「金融政策の正常化」をしたいのであれば、現状の低金利状態が長期間継続するとの期待が定着すれば、将来的に経済・物価を不安定化させるリスクが高い、という「第 2 の柱」を利上げ判断のベースとしていくべきであろう。異論はあるものの、そういう面からの「金融政策の正常化」については、80 年代後半の日本のバブル期、最近の米国住宅バブルなどを考慮すれば、説得力はないわけではない。

ただし、繰り返しになるが、最優先課題はなかなか克服できないデフレ脱却であり、そのためには低金利状態を継続することで民間セクターの期待インフレ率を高めるような努力をすべきであろう。

図表3. HPフィルターを利用したGDPギャップ

(資料) 内閣府、総務省のデータから農林中金総合研究所が作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

今月の焦点

海外経済金融

原油市況高騰の背景と今後の動向

渡部　喜智

ニューヨーク原油先物が 80 ﾄﾞﾙ突破

ニューヨーク商業取引所のＷＴＩ先物価格（ウェスト・テキサス・インターメディエイト：期近物・終値）は７月末に史上最高値を更新した後、米国サブプライム住宅ローンの延滞率上昇に端を発した国際的な信用収縮不安と世界景気の減速懸念に伴い反落し８月21～23日にかけては70ﾄﾞﾙ割れとなった。しかし、反転・持ち直し、９月11日のＯＰＥＣ総会での増産決定後も上昇は止まらず、９月13日には米国・原油在庫の年初来最大幅の前週比701万バレルの大幅減少とハリケーン襲来懸念からＷＴＩ（10月限）は終値で初めて80ﾄﾞﾙ台（80.09ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ）に乗り、その後も80ﾄﾞﾙ台での動きが続いている。

以下、最近のＷＴＩ先物の買われ方と石油需給の状況を見ることにより、原油高騰の背景と今後を考えたい。

期近物が高いバックワーデションを示現

まず、ＷＴＩの先物価格カーブの形状に注目すると、取引決済が近い期近物の価格が期先物の価格よりも高い「バックワーデション（逆鞘）」が７月後半以降続いている（図１）。それまでは、04年末から期先物の価格が期近物の価格よりも高い、「コンタンゴ（順鞘）」が長期にわたって継続していた。前述のＯＰＥＣ総会終了後の声明文でも、このバックワーデション状態についての記述がなされている。

ＷＴＩがバックワーデション状態で上昇基調にある理由には様々な観測があるが、世界的にリスク回避的な投資の動きのなか、足の速い投資資金が消去法的に原油先物市場に流入し、買い上がっている可能性がある。それとともに、

図1　WTI原油先物価格の期間構造
Bloomberg（NY MEX）データから農中総研作成

後述のように米国原油在庫の減少継続を受け足元の供給不足感が市場の買い材料になっていることも否定できない。

バックワーデションの形状からすれば先行き下落の先安観測が織り込まれていることになる。しかし、後述のように先行きの需給状況など慎重に見る必要があると思われる。

夏場上昇の季節性（アノマリー）

週次で発表される原油やガソリンなどの石油在庫は重要な相場材料である。

米国では学校も夏休みとなりガソリン消費が高まる夏のドライビング・シーズンに石油在庫が減少する傾向があり、それを受け同時期の原油市況は堅調に推移する季節性（アノマリー効果）がある。

90～06年のドライビング・シーズンのＷＴＩ先物の価格動向を見ると、シーズン前の５月からシーズンピークの８月にかけてＷＴＩ月間平均価格は上昇する傾向が観察される。また、前述の17年のうち12年間において５月より８月の月間平均の方が高い（図2）。

今年は８月に反落したものの、同様の季節性が生じた。原油在庫は７月初めから６週連続で減少した後、一旦増加に転じたが、その後は再

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

び4週連続の減少となった。また、ガソリン在庫も8月初めから7週連続で減少した。これらが、8月下旬からの反転、9月の高騰の重要な背景となった。

しかし、9月に入ればドライビング・シーズンが終了しガソリン消費もピークアウトすることから、通常は在庫減少に歯止めがかかる。ハリケーン・シーズンは11月まで続くものの、季節性からいって年末にかけてWTIは下落する傾向があるが、10月以降も反落が小幅にとどまり高止まり傾向が続くとすれば、上昇相場の腰は相当に強いということになる。

伸びる需要、需給環境は楽観できず

9月11日に、OPECは今年11月から加盟国中、イラク、アンゴラを除く10カ国の生産量を「実質」50万（日量、以下同じ）バレル増産することを決定した。ただし、この「実質」とは、前述の10カ国の表面的な生産割当量は25.8百万バレルから27.2百万バレルに1.4百万バレル増えるが、現状割当量を約90万バレル上回る生産がすでに行われている分を追認し今回の割当量増加に含めることから、実際の増産は（27.2−25.8）-0.9=0.5百万バレルにとどまることを意味する。

一方、国際エネルギー機関（IEA）は、9月12日に世界経済の成長減速見通しを受け、世界の原油需要見通しを07年：1.7%増、08年：2.4%増へ、それぞれ▲0.1%下方修正した。しかし、世界の原油需要は新興国を中心に直近も堅調であり、世界需要の1%の増加は80

～90万バレルに相当し、2%の需要増加で160～180万バレルの供給増加が求められる(図3)。

供給面では、米国や北海周辺国の原油生産が減少することに伴いOECD諸国の石油生産は横ばい維持さえ難しくなっている。OPECは04～05年の生産能力のボトムから脱し現在3百万バレル以上の生産余力を持つと言われるが、大幅増産に踏み出す姿勢は乏しい。IEAなどはOPECの大幅増産を求めているが、OPECの大幅増産などにより需給タイト感が大きく緩和に向かう可能性は小さい。このため、相場が下落余地は小さいと予想される。

なお、OPECが大幅増産に踏み切らない背景には、資源温存を主張するイスラム強硬派への配慮とともに、増産投資が継続的生産能力の増強に依然結びついておらず、サウジを除けば加盟各国の生産余力が必ずしも大きくなっていないという事情もあると言われる。

WTIと日本の輸入原油の9割を占める中東原油の指標となるドバイ産原油価格の間には、WTIの方が4ﾄﾞﾙ前後高いスプレッドが存在する。それが春先には一時逆転していたが、6月以降は解消し、直近は拡大傾向が見られる。

したがって、WTIの高騰ほどにはわが国の原油輸入価格は上昇しないと思われるが、9月に入ってドバイ産原油も70ﾄﾞﾙを超えて連れ高している。秋以降、輸入原油価格の70ﾄﾞﾙ台越えが常態化し、冬場にかけて石油製品の価格上昇が家計消費の圧迫要因となることが懸念される。　(07.09.25現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

海外の話題

「ニューヨーク雑感」

農林中央金庫　ニューヨーク支店長　佐　藤　典　嗣

20 余年ぶりにニューヨークに再び駐在させていただく機会を頂き去る 7 月に着任した。ごく最近まで出張で頻繁に当地に足を運んではいたものの、いざ、改めてまた住んでみると、やはりこの 20 年の間にアメリカはずいぶん変ったと思う。とりとめもない雑感であるがいくつか印象を書きとめてみたい。

まずもって、ニューヨークは「おとなしい」街になった。1980 年代当時は犯罪むき出しのもっと荒削りの街で、夜の残業帰りには時折後ろを振り返りながら歩くといった、ある意味リスクを肌に感じながら生活していたものだ。しかし今では、犯罪率の低下に加え、当時は寄り付かなかったような地域もトレンディーな再開発として生まれ変わるなど、当時の緊張感はなごやかさに取って代わられた。足元ではサブプライムの余波で景気の先行きを懸念する向きもあるが、20 年といったロングランで捉えれば、現在のこのようなニューヨークの「落着き」はまさに米国自らがグローバル経済の恩恵を十分に享受してきた結果であろうと思う。

一方で、これと対照的にセキュリティーを確保するための社会的コストも大きく上がった。保安検査はむしろ米国内の国内線のほうが厳しく、路線によっては日本への国際線よりもチェックインに時間がかかる。今日は国内出張だから、日本に行くより早く家を出なくては、といった具合だ。同様に、生活必需品である運転免許や社会保険番号を取るにも、その審査の過程で逐次移民局との確認が行われるため、20 年前と全く同じことをしているに過ぎないのにいたずらに時間だけがかかる。昔と比べると特に外国人が生活のインフラを整えるハードルは随所で明らかに高くなっており、本来、寛容を精神とするアメリカは皮肉にも随分「身構える国」になってしまった。やはりテロがいかにこの国のありかたを歪めてしまったか、改めて認識させられる。

仕事に近いところでは、金融市場も大きく変わった。単にその制度や規制が大きく変わってきたというだけでなく、参加者が多様化しかつ大いに賢くなった。丁度 20 年前、ここでブラック・マンデーを見て、始めて「サーキット・ブレーカー」という言葉を耳にし、なるほどアメリカではこうした危機を梃子（てこ）にして良い知恵が出るのだと感心した。今日の危機と比較すれば当時の「危機」は

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

極めて単純であり解決策もまた単純であったが、その後も危機はさまざまな形に「進化」して現れ、それに遭遇するたびに市場の知恵と抵抗力が蓄えられ、参加者が賢くなることでアメリカの金融市場がここまで強くなったと実感する。

他方、今日のように情報格差が縮小し判断のベースが似かよってくると、市場参加者が同じような考え方や方向感を持つことが増え、このアメリカですら市場観の同質化が進んだような気もする。今回のサブプライムでもそうだが、市場で何かが起きた時、さまざまな市場関係者がほぼ同時に同じようなコメントをすることが以前に較べて目立つようになった。最近の論調は、「蓋を開けてみればみんな同じ間違いをしていた」、というのがひとつの決まり文句のようだが、翻って、まさにしっかりとした独自の目線を持って仕事に当たることがこのうえなく大事な時代だということでもある。

この秋、アメリカはひとつのサイクルの節目を通過し、あらたなフェーズに入った。初心に帰って新鮮な目で向き合ってゆきたい。

金融市場10月号　ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　農林中金総合研究所